

泰胜风能 (300129. SZ)

出货量环比大幅提升，两海业务未来可期

买入

核心观点

前三季度业绩呈现较强韧性，盈利能力同比提升。公司前三季度实现营收 29.78 亿元（同比+40.29%），归母净利润 2.36 亿元（同比+41.82%），扣非净利润 2.11 亿元（同比-10.13%），销售毛利率 19.51%（同比+1.52pct.），扣非销售净利率 7.07%（同比-3.97pct.）。

三季度业绩环比大幅增长，盈利能力显著复苏。三季度公司实现营收 13.08 亿元（同比+54.89%，环比+51.27%），归母净利润 1.18 亿元（同比+78.06%，环比+324.68%）；销售毛利率 20.18%（同比-0.49pct.，环比+4.11pct.），销售净利率 8.94%（同比+1.03pct.，环比+5.81pct.）。

三季度出货量环比大幅增长，海风交付静待拐点。三季度公司风电类产品销量约 17 万吨，其中陆风出口约 4.6 万吨，陆风内销约 10 万吨，海风内销约 2.3 万吨；三季度公司陆风出口、内销环比大幅，海风销量受行业整机开发建设节奏影响较为平稳。我们估计随着江苏、广东等地重点项目的稳步推进，公司海上风电交付量有望迎来拐点。

新增订单表现亮眼，在手订单持续上行。2023 年前三季度公司新增海上风电订单 31.80 亿元，海上风电订单 7.05 亿元，均已超过 2022 年全年。截至三季度末，公司海上风电在手订单达 32.47 亿元，再创新高，海上风电在手订单 8.38 亿元，延续上行趋势。2023 年前三季度公司新增国内订单 30.28 亿元，新增国外订单 10.81 亿元。

扬州产能顺利投产，南部海风产能落地可期。公司积极开展海外业务，与多家国际知名建立了深厚的合作关系。相关工作的成效已逐渐显现，近年来公司海外订单增长明显。公司专攻出口市场的扬州产能已于 2023 年年中建成投产，设计产能 25 万吨。海上风电方面，公司积极推动广东地区制造基地布局工作，南部海风产能落地可期。

风险提示：国内风电建设进度不及预期；海外需求不及预期；公司产能落地进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到今年以来国内风电建设进度，下调 23-24 年盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 4.21/6.91/9.91 亿元（原预测值为 5.04/7.28/9.63 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/14/10 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,853	3,127	5,309	7,327	9,979
(+/-%)	6.9%	-18.8%	69.8%	38.0%	36.2%
净利润(百万元)	259	275	421	691	991
(+/-%)	-25.9%	6.3%	53.1%	64.3%	43.4%
每股收益(元)	0.67	0.29	0.45	0.74	1.06
EBIT Margin	7.2%	8.0%	9.5%	11.2%	11.8%
净资产收益率(ROE)	9.4%	7.9%	9.9%	14.6%	18.1%
市盈率(PE)	15.0	34.5	22.5	13.7	9.6
EV/EBITDA	19.6	37.8	20.4	14.3	11.2
市净率(PB)	1.40	2.34	2.14	1.89	1.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：王晓声

010-88005313

010-88005231

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980520080003

S0980523050002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

10.14 元

总市值/流通市值

9480/6579 百万元

52 周最高价/最低价

12.36/6.63 元

近 3 个月日均成交额

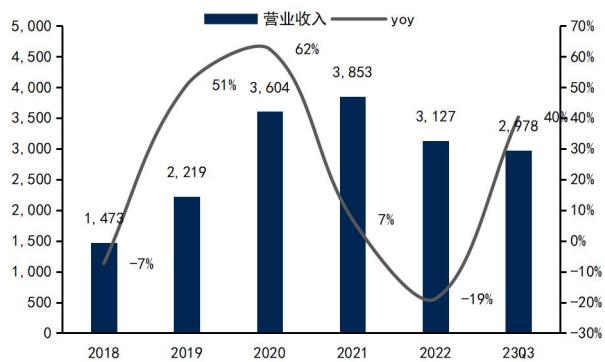
174.04 百万元

市场走势



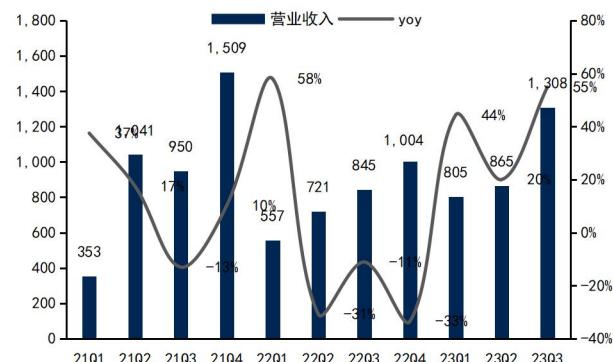
前三季度业绩呈现较强韧性，盈利能力同比提升。公司前三季度实现营收 29.78 亿元（同比+40.29%），归母净利润 2.36 亿元（同比+41.82%），扣非净利润 2.11 亿元（同比-10.13%），销售毛利率 19.51%（同比+1.52pct.），扣非销售净利率 7.07%（同比-3.97pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



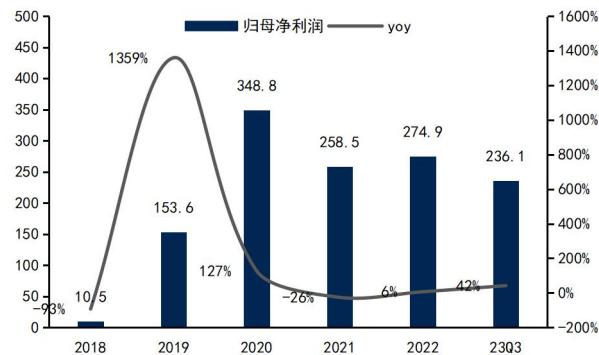
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



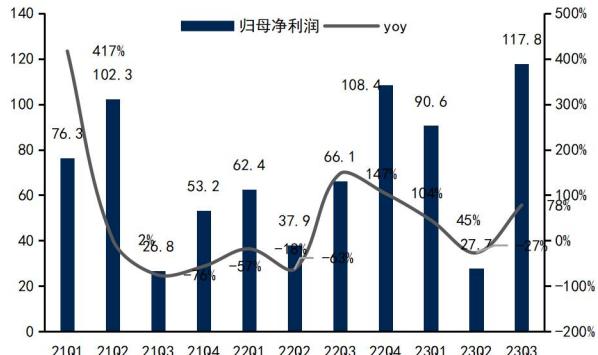
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



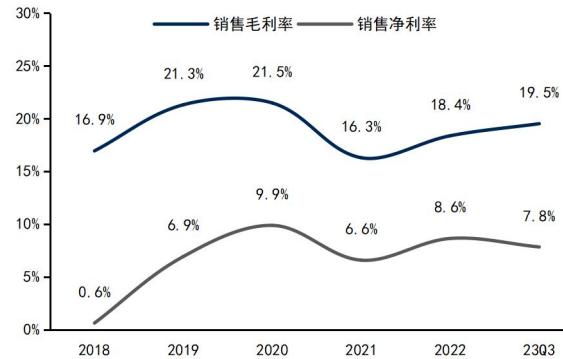
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩环比大幅增长，盈利能力显著复苏。三季度公司实现营收 13.08 亿元

（同比+54.89%，环比+51.27%），归母净利润1.18亿元（同比+78.06%，环比+324.68%），扣非净利润1.09亿元（同比-6.22%，环比+298.23%），销售毛利率20.18%（同比-0.49pct.，环比+4.11pct.），销售净利率8.94%（同比+1.03pct.，环比+5.81pct.）。

图7：公司分地区/产品营业收入情况（单位：百万元）



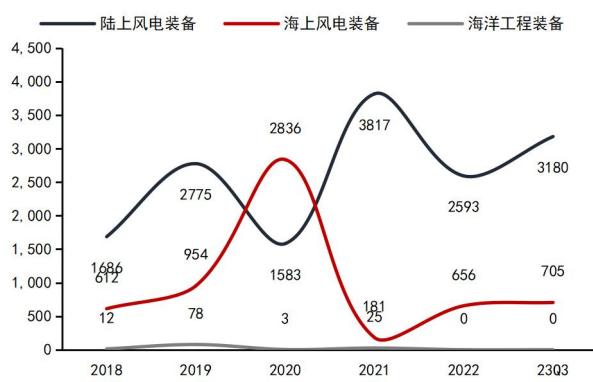
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分地区新增与在手订单情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品新增订单情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分产品在手订单情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度出货量环比大幅增长，海风交付静待拐点。三季度公司风电类产品销量约17万吨，其中陆风出口约4.6万吨，陆风内销约10万吨，海风内销约2.3万吨；三季度公司陆风出口、内销环比大幅，海风销量受行业整机开发建设节奏影响较为平稳。我们估计随着江苏、广东等地重点项目的稳步推进，公司海上风电交付量有望迎来拐点。

新增订单表现亮眼，在手订单持续上行。2023年前三季度公司新增陆上风电订单31.80亿元，海上风电订单7.05亿元，均已超过2022年全年。截至三季度末，公司陆上风电在手订单达32.47亿元，再创新高，海上风电在手订单8.38亿元，延续上行趋势。2023年前三季度公司新增国内订单30.28亿元，新增国外订单10.81亿元。

扬州产能顺利投产，南部海风产能落地可期。公司积极开展海外业务，与多家国际知名企建立了深厚的合作关系。相关工作的成效已逐渐显现，近年来公司海外订单增长明显。公司专攻出口市场的扬州产能已于2023年年中建成投产，设计产能25万吨。海上风电方面，公司积极推动广东地区制造基地布局工作，南部海风产能落地可期。

痛点解决在即，海风开发有望迎来拐点。今年以来受多重因素影响，江苏、广东等海上风电开发重点区域开工建设进度滞后，海上风电招标量低于预期；三季度以来，制约海风开发的痛点逐步解决，我们认为2024年海上风电有望迎来开工、招标景气共振。此外，今年以来国家能源局多次表示要尽快出台深远海海上风电开发建设相关政策，组织开展深远海海上风电示范，海上风电远期发展空间可期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到今年以来国内风电建设进度，下调23-24年盈利预测。预计2023-2025年实现归母净利润4.21/6.91/9.91亿元（原预测值为5.04/7.28/9.63亿元），当前股价对应PE分别为23/14/10倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE		ROE (22A)	投资评级
			亿元		22A	23E	24E	22A	23E		
300129.SZ	泰胜风能	10.14	95	0.29	0.45	0.74	34.5	22.5	13.7	6.8	买入
002531.SZ	天顺风能	12.7	228	0.35	0.85	1.18	36.3	14.9	10.8	7.6	-
002487.SZ	大金重工	27.61	176	0.81	1.38	2.16	34.1	20.0	12.8	6.9	-
301155.SZ	海力风电	64.92	141	0.94	2.21	4.45	69.1	29.4	14.6	3.8	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：可比公司均采用Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	674	1273	600	600	600	营业收入	3853	3127	5309	7327	9979
应收款项	1988	2106	1746	2409	3281	营业成本	3225	2552	4420	6055	8228
存货净额	1510	1803	2036	2810	3828	营业税金及附加	16	13	27	37	50
其他流动资产	217	370	442	606	658	销售费用	21	19	32	37	50
流动资产合计	4566	5756	5022	6639	8603	管理费用	125	134	163	204	253
固定资产	766	833	887	937	981	研发费用	188	157	181	190	240
无形资产及其他	218	209	215	221	227	财务费用	12	(13)	(25)	3	19
投资性房地产	256	374	265	366	499	投资收益	1	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(48)	(60)	(40)	(40)
资产总计	5806	7172	6390	8163	10309	其他收入	42	131	84	64	64
短期借款及交易性金融负债	40	154	212	786	1322	营业利润	289	298	477	784	1124
应付款项	2410	2170	717	985	1341	营业外净收支	(2)	(0)	0	0	0
其他流动负债	112	200	227	311	422	利润总额	288	298	477	784	1124
流动负债合计	2855	2807	1581	2668	3884	所得税费用	34	27	57	94	135
长期借款及应付债券	0	0	80	160	240	少数股东损益	(5)	(5)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	173	306	306	306	306	归属于母公司净利润	259	275	421	691	991
长期负债合计	173	306	386	466	546	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3028	3113	1966	3134	4430	净利润	259	275	421	691	991
少数股东权益	20	19	18	16	14	资产减值准备	(22)	(28)	(40)	(20)	(20)
股东权益	2758	4039	4405	5013	5865	折旧摊销	76	83	59	65	70
负债和股东权益总计	5806	7172	6390	8163	10309	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	12	(13)	(25)	3	19
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(254)	(744)	(1224)	(1104)	(1284)
每股收益	0.67	0.29	0.45	0.74	1.06	其它	(72)	118	14	22	37
每股红利	0.15	0.06	0.09	0.15	0.21	经营活动现金流	(13)	(296)	(770)	(346)	(206)
每股净资产	7.25	4.34	4.73	5.38	6.29	资本开支	(90)	(174)	(120)	(120)	(120)
ROIC	10%	7%	10%	14%	16%	其它投资现金流	151	(51)	109	(101)	(133)
ROE	9%	8%	10%	15%	18%	投资活动现金流	61	(224)	(11)	(221)	(253)
毛利率	16%	18%	17%	17%	18%	权益性融资	(17)	1062	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	11%	12%	负债净变化	47	124	138	654	616
EBITDA Margin	9%	11%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(72)	(56)	(55)	(84)	(138)
收入增长	7%	-19%	70%	38%	36%	其它融资现金流	(12)	13	25	(3)	(19)
净利润增长率	-26%	6%	53%	64%	43%	融资活动现金流	(54)	1143	108	567	459
资产负债率	52%	43%	31%	38%	43%	现金净变动	(7)	623	(673)	0	0
股息率	1.9%	1.4%	0.6%	0.9%	1.5%	货币资金的期初余额	640	674	1273	600	600
P/E	15.03	34.49	22.52	13.71	9.56	货币资金的期末余额	674	1273	600	600	600
P/B	1.40	2.34	2.14	1.89	1.61	企业自由现金流	(24)	(607)	(843)	(440)	(302)
EV/EBITDA	19.60	37.75	20.39	14.30	11.19	权益自由现金流	12	(472)	(683)	211	297

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032